

Title	日本企業のM&A効果に関する実証研究：藤月会論集第20号
Author(s)	京都大学経済学部藤井ゼミナール論文編集委員会
Citation	藤月会論集 (2011), 20
Issue Date	2011-02
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2433/141340">http://hdl.handle.net/2433/141340</a>
Right	
Type	Research Paper
Textversion	publisher

Empirical Study on the effects of M&A on Japanese firms

日本企業のM&A効果に関する実証研究

藤月会論集第20号

2011年2月

京都大学経済学部

藤井ゼミナール論文編集委員会

H.fujii Seminar, Faculty of economics

Kyoto University, Japan

## 刊行のことば

2010 年も日本経済は円高・デフレ基調から抜け出せず、依然として景気の低迷状態が続くなかで、日本企業は、BRICs を核とする新しい世界経済秩序の形成に対応するために、「選択と集中」を基本戦略とした事業ポートフォリオの再構築を、引き続き積極的に展開しつつあります。日本企業のこうした経営戦略は、そのパフォーマンスにどのような効果をもたらしているのでしょうか。

「選択と集中」の主要手段の 1 つとして活用されているのが、M&A です。そこで、本年度は、M&A が企業のパフォーマンスにもたらした効果（いわゆる M&A 効果）を実証的に検証することによって上記の問題に回答を与えることを、共同研究のテーマとしました。これは、昨年度の共同研究の発展的拡充として位置づけられる研究であり、「選択と集中」に関する実証研究としては 3 年越しの取組みとなります。

M&A と一口に言っても、それを、実証研究において取扱い可能な形でサンプリングするのは、大変苦勞の多い作業となります。ゼミ生の皆さんが、その課題にどのように立ち向かったかは、本冊子に収録された論文から窺い知ることができます。読者の皆様には、こうした点にも注目して、今年度の共同研究論文を読んで頂けたらと思います。

今年度も、共同研究の成果は、本学部徳賀ゼミと共同開催した企業分析シンポジウムで報告し、そこでの討論を通じて知見の理解をさらに深めることができました。この冊子に収録されたのは、こうしたプロセスを通じて出来上がった論文です。徳賀ゼミと共同開催したシンポジウムは本年度で 8 回目であり、企業分析シンポジウムとしては通算で 16 回目となります。そして、『藤月会論集』は、第 20 号の刊行という記念すべき節目を迎えることになりました。

シンポジウムでコメンテータを務めてくれた TA の真田正次君と浅野雄介君に、改めて御礼を申し上げます。また当日、オブザーバーとして参加してくれた宮宇地俊岳君とホセ・アルベルト菅原君にも、御礼を申し上げます。そしてさらに、貴重なゼミ交流の機会を提供して下さった徳賀芳弘先生に、心より深謝申し上げます。

なお、この冊子の刊行にあたっては、平成 22 年度京都大学経済学部学生学習研究支援経費の交付を受けました。記して関係者の皆様に謝意を表します。

平成 23 年 1 月 29 日

京都大学大学院経済学研究科教授

藤井 秀樹

## ABSTRACT

This paper investigates the effects of M&A on Japanese firms in the manufacturing industry (machine, electrical equipment industries) and the non-manufacturing industry (service, software & information, transportation & warehouse industries).

The results show that companies having conducted M&A have higher ROA or ROE than companies not having in the year after M&A. This analysis has the possibility that the former's performance is also better before M&A. Therefore by comparing the former's performance before M&A and that after M&A, we analyze the improvement effect of the performance. In addition, each industry has different results, and we analyze the characteristics of the effects on the manufacturing industry and those on the non-manufacturing industry. This leads to the following conclusion that:

- (1) in the manufacturing industry, the performance isn't improved in 1 or 2 two years, and this industry is likely to expect the performance to be improved in longer years
- (2) in the non-manufacturing industry, while ROA and sales growth rate are improved, SGA ratio is worsen.

## 要約

この論文は M&A が企業に与えるパフォーマンス効果を明らかにするものである。分析の対象とした企業は製造業（機械、電気機器業界）と非製造業（サービス、ソフト・情報、運輸倉庫業界）に属する日本の企業である。分析の結果、M&A 実施企業は実施翌年度において非実施企業より ROA や ROE などが高いことが分かった。さらに、この分析では M&A を行う企業が元々優れた業績を残す属性がある可能性を排除しきれないため、M&A 実施企業において実施前と実施後の業績を比較し業績改善効果を分析した。その際、分析結果が業界によって異なることから、製造業と非製造業のそれぞれにおける M&A のパフォーマンス効果の特性を分析することとなった。この分析から、

- (1) 製造業では 1、2 年という期間では業績の改善結果が見られず、業績改善を長期間に見据えている可能性があること
- (2) 非製造業では ROA や売上高増加率が改善する一方、販管費率が悪化することが明らかになった。

## 目次

刊行のことば

Abstract（要約）

2011 年度共同論文集

序章 はじめに 2

第 1 章 プラットフォーム 3

第 2 章 業界及びグループ内外の比較分析

第 1 節 製造業界 16

第 2 節 非製造業界 23

第 3 節 グループ内 M&A、グループ外 M&A 分析 30

第 4 節 研究総括 35

終章 36

2010 年度ゼミナール活動の記録 37

TA のお言葉 38

一年を振り返って 39

編集後記 45

## 序章 はじめに

日本はバブル崩壊以降、「失われた 10 年」を経て効率化・高収益体制の確立のための経営改革を進めてきた。そのひとつのテーマとなったのが「選択と集中」である。

昨年度、藤井ゼミではこのテーマを元に事業の進出と撤退に焦点を当てた実証研究を行った。この結果としては①進出・撤退に影響を与える 6 つの要件があること②企業の進出・撤退には業界ごとに特性があることがわかった(詳細は藤月会論集第 19 号を参照のこと)。そこで、今年度の藤井ゼミでは事業の進出から派生して M&A について共同研究を行うこととした。

これまで M&A が企業の業績を改善したかどうかについて数多くの論文が出たものの、業績は改善しない、あるいは悪化するといった結果が多くもたらされてきた。しかし、こうした先行研究はバブル崩壊以前のデータも含まれていることが多く、そこで生じた国内の経済環境の変化を考慮していないと思われる。そこでバブル崩壊後に年度を絞って分析し、先行研究と違った改善結果が出るのかについて分析を行った。さらに従来課題とされていた Selection Bias の問題の解消法として、業界平均との比較も行うこととした。

プラットフォームでは、全体に共通するリサーチデザインを確認し、製造・非製造業問わず M&A を行うことによって業績にどんな効果を与えるのかを、M&A を実施した企業としていない企業について、M&A 初年度と 1 年後あるいは 2 年後を比較するパフォーマンス・スタディーと、M&A 実施年度を基準年として実施前の年度と実施後の年度の指標を比較するイベント・スタディーを行った。その後 1 班は製造業の中から機械・電機業界、2 班は非製造業の中からサービス業・ソフト・情報業、運輸・倉庫業をとりあげ、各業界の改善モデルを用い業界を分析した。

### 【前回の論文のまとめ】

図 0-1 影響を与える 6 つの要件

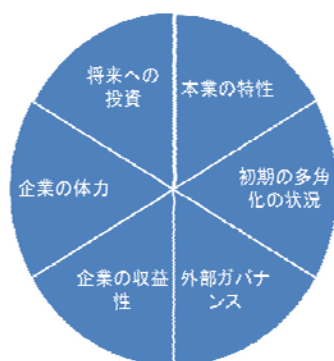


図 0-2 業界ごとの特性

#### 電気機器業界

- 進出・撤退は相互補完的である

#### 食料品業界

- 高い収益性は進出につながらない

#### サービス業界

- 本業に投資が必要な企業と不要な企業が存在

## 第1章 プラットフォーム

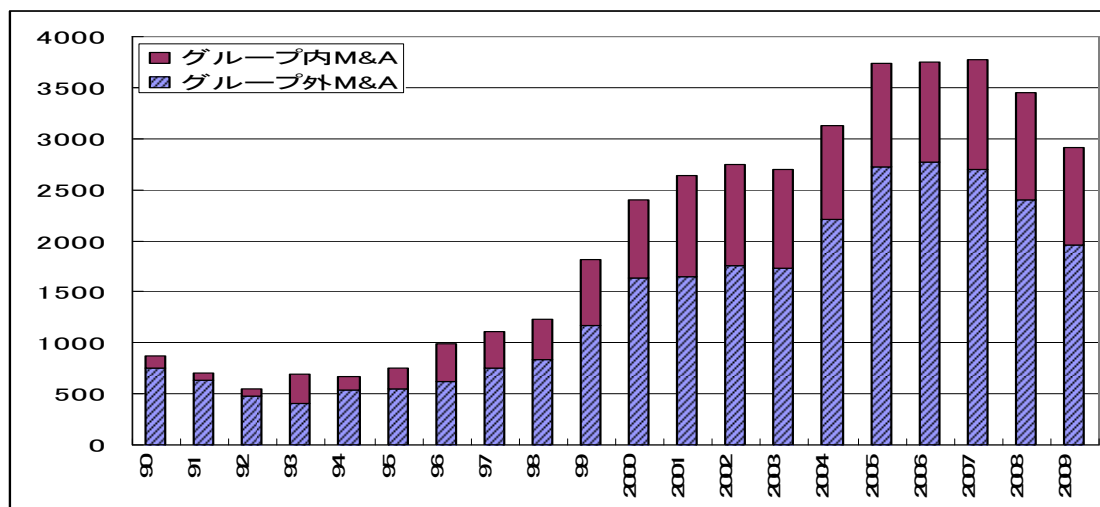
### 1－1 Research Question

日本では 90 年代後半以降の M&A が急増した。図 1 のグラフを見てもわかるように 90 年代前半では 500 件前後であった M&A 件数が 97 年に初めて 1000 件を越えて以降急速に増加し、2006 年には 3755 件と 10 年間で 3 倍超にまで数が増大している。M&A 件数の推移は【図 1－1－1】になる。これを見ると、日本国内の M&A はバブル崩壊期の 92 年を契機に増加していることが分かる。このバブル崩壊以降の M&A の増加の理由としては、経済が低迷する中で企業が事業や組織のリストラクチャリングを行うための一つの手段として行われたということが指摘されている。しかし先行研究ではバブル崩壊後の期間に絞って業績改善効果の分析を行ったものは少なく、この期間に絞って研究することだけでも意義があるとした。さらに現在の日本はリーマンショックを経て世界通貨安状態にあるなどバブル以来の深刻な景気停滞期に陥っている。この現状を突破するべく、企業がさらに M&A を推進することも考えられるため、その前期間を分析することにも今後の経営戦略決定に意義があるとした。さらに日本で特徴的とされる企業集団内 M&A の効果も別に分析することで現在の経営戦略の合理性も検証できるとした。なお、【図 1－1－2】は直近 5 年間の業界ごとの件数を比較している。このグラフは、製造業と非製造業から事例数上位の業界を抽出しているが、非製造業の方が圧倒的に多いことが分かる。この両者の差異を分析することにも意義があるとした。

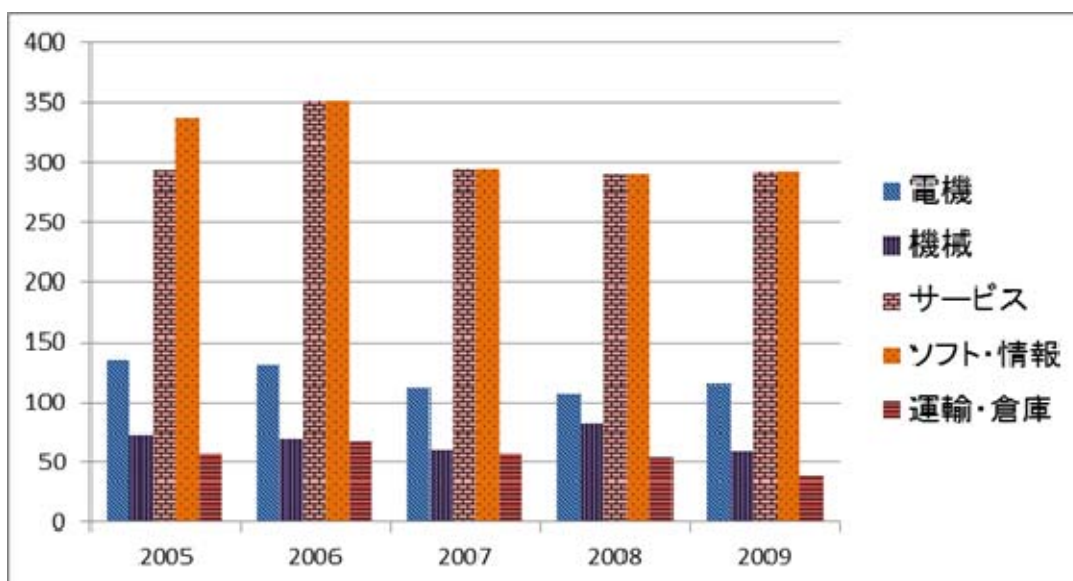
したがって、今回の研究目的は以下の 3 つになる。

- 1)バブル崩壊後の M&A を経験した企業にどのような属性があるのか。
- 2)製造業と非製造業では業績の変化に差異は生じるのか?
- 3)企業集団内での M&A においても企業集団外との M&A と同様の効果を得ることができるのか?

【図 1－1－1】 1990 年以降の M&A 件数の推移(レコフ社『MARR』2010 年 8 月号より)



【図 1－1－2】 製造業・非製造業の直近 5 年間の M&A の推移(業界は一部抜粋)



## 1－2 理論的な検討

M&A はこういった効果を期待して行われるのだろうか。今回の研究では取引コスト理論に基づいて変数を立てていく。取引コスト理論とは、ロナルド・コース(Ronald Coase)が基礎を構築し、オリバー・ウィリアムソン(Oliver Williamson)が取引コスト経済学として確立したものである。なお、コースは 1991 年に、ウィリアムソンは 2009 年にこの研究を受賞理由としてノーベル経済学賞を受賞している。

では取引コスト理論とはどのようなものなのか。この理論を要約するならば、本来市場取引だけですべての商業取引を行うことが可能であるにもかかわらずなぜ企業という組織が存在するのかを考察するものである。この要因として挙げられるのが、市場取引にかかるコスト(取引コスト)と組織内部の取引にかかるコスト(組織コスト)の 2 つである。取引コストとは、「経済システムを運営するコスト」であり、「そのようなコストは新古典派分析が用いるコスト範疇の生産コストから識別されることになる」(Williamson(1986) pp.219)としている。また、同著では「取引コストは物理的システムにおける摩擦に対する経済学上の同等物である」としており、端的に言うと、経済学上のムダとして定義している。もし取引コストが存在しない場合、経済活動を市場取引で行うほうが、組織内で行うより効率的になる。しかし取引コストは①財・サービスの特性が複雑化したとき②取引される場が寡占的であるとき③限られた合理性や駆け引きなどの人間的特質によって高くなっていく。その結果、取引コストが組織コストを上回ったときに、経営者は自社組織内に取り込む(M&A を行う)動機付けが強くなる。

そのため、今回の実証分析では、M&A を行ったということは、M&A 後の取引コストの減少額の方が組織コストの増加額を上回ると考えられ、合計である総コストは減少すると考えた。以下はこの取引コスト理論に基づいて進めていく。



### 1-3 先行研究

海外・国内にかかわらず、M&Aによる業績改善の実証分析を行っている先行研究は非常に多く存在する。今回の研究ではバブル崩壊前後に発表された実証分析を比較参照した。

まずはバブル崩壊前に発表された実証分析であるが、【図1-3-1】に示したHoshino[1982]、Odagiri and Hase[1989]ともに収益性の改善は見られずむしろ悪化する傾向が見られていた。一方【図1-3-2】で示した先行研究では、Yeh and Hoshino[2002]を除いた先行研究では一様に改善効果が見られている。そこで研究期間を見てみると、この研究では1970年から1994年と主にバブル崩壊前を対象期間にしていることがわかる。そこで同じ指標の全要素生産性(TFP)を用い、改善効果が見られた深尾[2005]の研究期間と比較すると1994年から2001年とバブル崩壊後を中心に分析していることがわかる。このため、日本のM&A戦略の目的の大きな転換点はバブル経済の崩壊であり、それ以降の期間に行われたM&A事例に対しては取引コスト仮説に基づいた業績の改善効果が現れるものと考えたのである。

さらに私たちは最新の論文として滝澤他[2008]の論文を参考にした。この論文では1994年から2002年のM&A事例を上場・非上場無関係に合併企業を対象としており、全1590件の事例から成り立っている。さらにこれらを製造業と非製造業、関係会社間と非関係会社間、同業種間と異業種間に分けて分析している。この論文では業績が改善したのはM&Aの効果ではなく業界内の平均的な業績改善だったのではないかというSelection Biasの問題に対応するべく、M&Aサンプルとコントロールサンプルの中から似た特徴を持つもので比較するというPropensity Score Matchingの手法を用いている。そして分析の結果は合併前を起点にとれば明確な改善は見られないが、合併以後では有意な改善が確認され、特に製造業・関係会社間・異業種間での合併ではかなり明確に改善されたとしている。

しかし、この論文の分析ではコントロールサンプルを「合併を行った企業といくつかの指標の点から似た特徴を持つ企業を、合併を行わなかったサンプル企業から抽出」とあり、似た指標の決め方、類似性の基準などに恣意性が生じるのではないかと考えた。そこで今回の私たちの分析では、業界から無作為に非合併企業を抽出したものと、業界平均を比較の対象に用いた。これによって業界内の平均的な業績改善を検討した分析が可能となり、Selection Biasの問題は解消できると考えた。

また今回の研究では岡部＝関[2006]も参考にしている。こちらでは2001年度の合併事例157件を3年後の2004年度と比較しており、ROEを説明変数に、変化を初期条件別、手法別に分析している。この研究ではROEの上昇が明確に認められるものの、それが大きな負の効果となる場合もあり、M&Aはハイリスク・ハイリターンな経営戦略であると結論付けている。

さらに、今回の研究にあたって京都大学経済学部徳賀ゼミの宮宇地さんより博士論文を拝借している。こちらの研究では、1996年度～2001年度の合併・買収301件を業界平均と比較しており、100%出資子会社との合併、連続M&A実施企業など詳細に区分、コント

ロールして分析している。この研究では、日本の M&A は業績効果を持っている確率が高いと結論付けている。私たちは業界平均と比較するというアプローチをモデル 2(1－8)にて参考に行っている。

【図 1－3－1】 バブル崩壊前に発表された M&A 効果の実証分析

研究論文	研究期間・件数	評価指標	業績効果
Hoshino(1982)	1970年代 上場企業合併	流動比率 負債比率	収益性の改善は見られない
Odagiri and Hase(1989)	1980年～1987年 合併 243件	ROA 成長率	合併前後を比較すると 成長率変化なし、ROAは悪化

【図 1－3－2】 バブル崩壊後発表された M&A 効果の実証分析(岡部＝関[2006]より一部修正)

研究論文	計測期間	評価指標	実証結果
Yeh and Hoshino(2002)	1970－1994年	全要素生産性(TFP) 利益率(ROA/ROE)	経営効率をむしろ悪化 系列関連企業の場合 合併後の効率低下が顕著
Kruse et al(2004)	1969－1997年	キャッシュフロー/資産総額 キャッシュフロー/売上高	全体としてみれば改善 異業種間の方が効果大
深尾(2005)	1994－2001年	全要素生産性(TFP) 経常利益率 従業員数	In-Inでは改善が限定的 外資によるM&Aでは 改善が比較的大きい
長岡(2005)	1985－2003年	雇用増加率 売上増加率 総資本営業利益率	人員削減効果を持つ 対等合併は売り上げ減少 から労働生産性が低下 非対等合併は生産性上昇

#### 1－4 仮説と説明変数

以上のような理論的な検討・先行研究を元に仮説を立て説明変数を決定した。

企業は取引コストが組織コストを上回る際に自社組織内に取り込む動機付けが強くなる。取引コストは1－2で挙げたように、経済システムを運営するためのコストであり、これは会計学上の収益に対応する費用とは異なる。いわゆる「取引上生じてしまうムダ」である。これを代表するものとしては、取引契約を結ぶための交際費や、市場を先行する新製品開発に失敗した場合の研究開発費などを私たちは挙げた。そして交際費を項目として含む販売費及び一般管理費と研究開発費を取引コストの指標として取り扱い、規模をコントロールするために売上高で割った。もちろん、販売費及び一般管理費という広い括りであること、研究開発費は成功した製品開発の投資部分が含まれていることが問題として挙げられるが、交際費として勘定を切っている企業が少ないこと、詳細な研究開発投資の資料がないことからあくまで取引コストの代替的な指標であるとする。

仮説 1 M&A 実施企業の販管費率は減少することが多い。

仮説 2 M&A 実施企業の研究開発費率は減少することが多い。

以上の 2 つの取引コストの減少によって総コストは削減され利益は拡大する。こうした経営効率化を目的として企業は M&A を行ったと考えられるので、経営効率化の指標として、先行研究で用いられていた ROE と売上高利益率は正の方向に有意であると考えた。

仮説 3 M&A 実施企業の ROE は増加することが多い。

仮説 4 M&A 実施企業の売上高利益率は上昇することが多い。

企業が M&A を行うのは主に収益性の改善にある。そのため収益性の指標として多くの先行研究で用いられており、明確な改善効果があるともされている ROA を指標にとった。なお、ROA の分子は本来事業利益であるが、今回の分析では営業利益ベース、当期純利益ベースのものも補足情報として算出してある。

仮説 5 M&A 実施企業の ROA は増加することが多い。

また企業は M&A を行うことによって、生産効率が上昇あるいは資金の調達が容易になる。そこで生じた収益を、市場の拡大や新規参入に投資する額が増え、シェアを拡大することになると想定したため、収益性の拡大のひとつである売上高の成長が期待される。

仮説 6 M&A 実施企業の売上高成長率は上昇することが多い。

これらの仮説に伴った説明変数を、以下では分析していく。今回の対象となるサンプルデータの収集方法を説明した後分析手法について解説する。

## 1－5 サンプルデータ

M&A 事例に関する情報は『MARR』（レコフ社）巻末より、財務データは eol（株式会社プロネクサス）、有報革命（株式会社日立ハイテクノロジーズ）、EDINET（金融庁）より取得した。

### 1－5－1 製造業

以下の①～⑥を満たす企業を製造業の M&A サンプルとして抽出した。

- ①2006 年、2007 年の期間に M&A を実施している。
- ②In-In 型(国内・国内)M&A を行っている。
- ③同一年度で複数回 M&A を繰り返していない。また、連続する年度において M&A を行っていない。
- ④東証 1 部・2 部、大証 1 部・2 部、名証 1 部・2 部のいずれかに上場している。
- ⑤電機・機械業のいずれかである。
- ⑥2005 年～2008 年の期間の財務データが得られている。

上記の基準を適用して、本研究では計 52 社（2006 年合併企業 25 社、2007 年合併企業 27 社）を対象企業として選び出した。⑥で期間を 2005 年～2008 年としたのは、M&A の実施前と実施後において M&A サンプルと業界平均\*のパフォーマンスを比較するためである（1－8 を参照）。

**\*業界平均…M&A サンプルとコントロールサンプルの平均**

以下の①～④を満たす企業を製造業のコントロールサンプルとして抽出した。さらに、抽出は業界内一覧から企業を等間隔に選定することで、無作為に行った。

- ①2005 年～2008 年の期間に M&A を実施していない。
- ②東証 1 部・2 部、大証 1 部・2 部、名証 1 部・2 部のいずれかに上場している。
- ③電機・機械業のいずれかである。
- ④2005 年～2008 年の期間の財務データが得られている。

上記の基準を適用して、本研究では 85 社を対象企業として選び出した。①、④で期間を 2005 年～2008 年としたのは、M&A の実施年度と実施後の年度において M&A サンプルとコントロールサンプルのパフォーマンスを比較するためである。

**1－5－2 非製造業**

以下の①～⑥を満たす企業を非製造業の M&A サンプルとして抽出した。

- ①2006 年、2007 年の期間に M&A を実施している。
- ②In-In 型 M&A を行っている。
- ③同一年度で複数回 M&A を繰り返していない。また、連続する年度において M&A を行っていない。
- ④東証 1 部・2 部、大証 1 部・2 部、名証 1 部・2 部のいずれかに上場している。
- ⑤サービス業、情報・通信業、陸・海・空運業、倉庫・運輸関連業のいずれかである。
- ⑥2005 年～2008 年の期間の財務データが得られている。

上記の基準を適用して、本研究では 56 社を対象企業として選び出した。⑥で期間を 2005 年～2008 年としたのは、M&A の実施前と実施後において M&A サンプルと業界平均\*のパフォーマンスを比較するためである（1-8 を参照）。

**\*業界平均…M&A サンプルとコントロールサンプルの平均**

以下の①～④を満たす企業を非製造業のコントロールサンプルとして抽出した。さらに、抽出は業界内一覧から企業を等間隔に選定することで、無作為に行った。

- ①2005 年～2008 年の期間に M&A を実施していない。
- ②東証 1 部・2 部、大証 1 部・2 部、名証 1 部・2 部のいずれかに上場している。
- ③サービス業、情報・通信業、陸・海・空運業、倉庫・運輸関連業のいずれかである。
- ④2005 年～2008 年の期間の財務データが得られている。

上記の基準を適用して、本研究では 89 社を対象企業として選び出した。①、④で期間を 2005 年～2008 年としたのは、M&A の実施年度と実施後の年度において M&A サンプルとコントロールサンプルのパフォーマンスを比較するためである。

なお、今回 M&A の形態は買収、営業譲渡、事業譲渡のみとし、出資拡大、資本参加は今回除いた。理由は、出資拡大は新規に行った M&A に該当しないため、資本参加は、子会社化するわけではなく、合併や買収とは一線を画するため、また金融機関などとの複数による事例が多数を占めたため除外した。

また、2009 年に関しても検討したが、この時期はリーマンショックによる影響を受けた企業が多く、分析結果に大きな影響を与えたため除外した。

## 1-6 分析手法(モデル 1)

以上のようにして集めたサンプルを分析していく。今回は 2006 年合併企業を 2007 年と、2007 年合併企業を 2008 年の業績と比較するという単年度の比較をパフォーマンス・スタディーの形式で行った。

プラットフォームでは平均差検定と中央値検定を行った。式は、合併企業における合併初年度  $t$  の説明変数の平均値(or 中央値)を  $\overline{x_t}$ 、非合併企業の  $t$  年度の説明変数の平均値(or 中央値)を  $\overline{y_t}$  とすると、

$$\text{帰無仮説 } H_0 : \overline{x_{t+1}} = \overline{y_{t+1}}$$

$$\text{対立仮説 } H_1 : \overline{x_{t+1}} \neq \overline{y_{t+1}} \quad \text{となる。}$$

## 1-7 プラットフォームの結果と考察

### 1-7-1 M&A 事例全体の分析結果

初めに製造業・非製造業を合算して行った分析結果を示す。

【図 1-7-1-1】 2006 年度 M&A 実施企業の記述統計量

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小	t値	U値
事業ROA	57	0.075	0.062	0.047	0.002	0.210	-0.003	0.926	1.139
営業ROA	57	0.073	0.061	0.047	0.002	0.206	-0.006	1.689**	1.509*
純利益ROA	57	0.040	0.034	0.034	0.001	0.115	-0.060	1.914**	1.491*
ROE	57	0.090	0.085	0.074	0.005	0.252	-0.145	1.710**	1.825**
増加率	57	0.148	0.078	0.226	0.051	1.156	-0.094	2.427***	2.498***
営業利益率	57	0.082	0.074	0.058	0.003	0.270	-0.007	0.657	0.782
当期純利益率	57	0.043	0.039	0.036	0.001	0.127	-0.060	0.936	0.960
販管費率	57	0.172	0.164	0.106	0.011	0.571	0.027	-0.784	0.570
研究開発費率	34	0.035	0.032	0.029	0.001	0.101	0.000	2.550***	1.994**

【図 1-7-1-2】 非実施企業の記述統計量

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小
事業ROA	166	0.068	0.059	0.052	0.003	0.273	-0.045
営業ROA	166	0.061	0.055	0.051	0.003	0.273	-0.119
純利益ROA	166	0.030	0.027	0.038	0.001	0.154	-0.141
ROE	166	0.069	0.068	0.092	0.009	0.382	-0.427
増加率	166	0.071	0.059	0.117	0.014	0.473	-0.208
営業利益率	166	0.076	0.064	0.080	0.006	0.689	-0.220
当期純利益率	166	0.038	0.034	0.053	0.003	0.333	-0.262
販管費率	166	0.185	0.157	0.118	0.014	0.723	0.015
研究開発費率	105	0.022	0.017	0.019	0.000	0.074	0.000

【図1-7-1-3】 2007年度M&A実施企業の記述統計量

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小	t値	U値
事業ROA	47	0.088	0.078	0.061	0.004	0.263	-0.007	2.156**	2.091**
営業ROA	47	0.083	0.076	0.062	0.004	0.258	-0.016	1.831**	1.697**
純利益ROA	47	0.044	0.045	0.046	0.002	0.152	-0.041	2.185**	1.841**
ROE	47	0.084	0.078	0.084	0.007	0.350	-0.076	1.830**	1.508*
増加率	47	0.055	0.036	0.118	0.014	0.378	-0.253	1.974**	1.802**
営業利益率	47	0.085	0.082	0.061	0.004	0.233	-0.031	1.184	1.320*
当期純利益率	47	0.043	0.044	0.047	0.002	0.144	-0.079	1.524*	1.402*
販管費率	47	0.173	0.154	0.095	0.009	0.369	0.022	-0.765	0.364
研究開発費率	37	0.029	0.022	0.031	0.001	0.106	0.000	1.699**	0.406

【図1-7-1-4】 非実施企業の記述統計量

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小
事業ROA	166	0.067	0.055	0.058	0.003	0.324	-0.226
営業ROA	166	0.065	0.054	0.052	0.003	0.316	-0.062
純利益ROA	166	0.028	0.024	0.045	0.002	0.231	-0.203
ROE	166	0.040	0.059	0.269	0.072	0.382	-2.851
増加率	166	0.018	0.019	0.103	0.011	0.483	-0.438
営業利益率	166	0.073	0.061	0.071	0.005	0.421	-0.297
当期純利益率	166	0.029	0.032	0.077	0.006	0.308	-0.675
販管費率	166	0.185	0.159	0.119	0.014	0.773	0.015
研究開発費率	105	0.022	0.017	0.019	0.000	0.074	0.000

全体として有意な結果が多くみられた。しかし年度によって有意な結果が表れる項目が変化しており、これは景気動向を排除しきれてないために起こったと思われる。また、研究開発費率の平均値はいずれも非実施企業の方が低く、仮説と逆になっている。こうした結果が全体的な傾向なのか、いずれかの業界に特有の傾向なのかを調べるため、分解して分析を行うことにした。

#### 1-7-2 製造業の分析結果

製造業の検定結果は下記の表に示すとおりである。以下、プラットフォームの考察を行う。ただし、研究開発費は2008年度データが存在しないものが多いため、他の変数と比べサンプル数が少ない。

【図1-7-2-1】 2006年度 M&A実施企業の記述統計量と検定結果

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小	t値	U値
事業ROA	25	0.093	0.081	0.052	0.003	0.210	-0.003	1.676*	1.774**
営業ROA	25	0.091	0.079	0.051	0.003	0.206	-0.006	2.409**	2.270**
純利益ROA	25	0.049	0.052	0.043	0.002	0.115	-0.060	1.881**	1.975**
ROE	25	0.090	0.094	0.084	0.007	0.216	-0.145	1.097**	1.899**
増加率	25	0.238	0.123	0.299	0.089	1.156	0.010	2.254**	2.335***
営業利益率	25	0.098	0.101	0.055	0.003	0.227	-0.007	1.868**	1.875**
当期純利益率	25	0.054	0.060	0.045	0.002	0.127	-0.060	1.529*	1.649**
販管費率	25	0.212	0.216	0.084	0.007	0.375	0.076	1.468*	1.458*
研究開発費率	24	0.042	0.039	0.027	0.001	0.101	0.001	2.631***	2.483***

【図1-7-2-2】 非実施企業の記述統計量

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小
事業ROA	77	0.073	0.065	0.051	0.003	0.200	-0.022
営業ROA	77	0.062	0.057	0.048	0.002	0.172	-0.045
純利益ROA	77	0.031	0.029	0.039	0.002	0.103	-0.093
ROE	77	0.070	0.063	0.074	0.006	0.267	-0.150
増加率	77	0.096	0.084	0.123	0.015	0.435	-0.174
営業利益率	77	0.074	0.072	0.058	0.003	0.227	-0.051
当期純利益率	77	0.038	0.037	0.043	0.002	0.127	-0.084
販管費率	77	0.183	0.159	0.085	0.007	0.389	0.027
研究開発費率	74	0.026	0.021	0.019	0.000	0.074	0.002

【図1-7-2-3】 2007年度 M&A実施企業の記述統計量と検定結果

合併企業	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小	t値	U値
事業ROA	24	0.083	0.089	0.049	0.002	0.189	-0.049	1.037	1.632*
営業ROA	24	0.085	0.084	0.054	0.003	0.195	-0.052	1.767**	2.151**
純利益ROA	24	0.049	0.047	0.039	0.001	0.121	-0.056	2.116**	2.256**
ROE	24	0.098	0.110	0.073	0.005	0.223	-0.085	1.957**	2.082**
増加率	24	0.034	0.038	0.099	0.010	0.307	-0.132	0.893	0.894
営業利益率	24	0.088	0.070	0.085	0.007	0.405	-0.057	0.852	0.900
当期純利益率	24	0.051	0.049	0.058	0.003	0.271	-0.063	1.258	1.416*
販管費率	24	0.212	0.199	0.091	0.008	0.414	0.087	1.338*	1.287*
研究開発費率	23	0.028	0.021	0.020	0.000	0.072	0.003	0.749	0.595

【図1-7-2-4】 非実施企業の記述統計量

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小
事業ROA	77	0.072	0.067	0.044	0.002	0.195	0.002
営業ROA	77	0.064	0.058	0.040	0.002	0.170	-0.012
純利益ROA	77	0.031	0.031	0.033	0.001	0.094	-0.072
ROE	77	0.065	0.057	0.063	0.004	0.214	-0.128
増加率	77	0.014	0.010	0.092	0.009	0.276	-0.217
営業利益率	77	0.072	0.061	0.050	0.003	0.203	-0.013
当期純利益率	77	0.035	0.029	0.038	0.001	0.121	-0.077
販管費率	77	0.184	0.163	0.087	0.008	0.394	0.026
研究開発費率	69	0.025	0.021	0.018	0.000	0.074	0.001

製造業では、2006 年度、2007 年度ともに多くの有意な結果が得られた。

特に ROA などの収益性の指標に関しては、1%有意の結果が多く見られる。ただし、この分析結果によれば、売上高販管費率、売上高研究開発費率に関しては統計的に有意なもの、仮説と異なる結果となっている。すなわち、合併を行った企業の方が合併を行っていない企業よりも販管費・研究開発費が高いというのである。この結果に関しては、次に述べるモデルを通して更に詳しい分析を進める。

### 1-7-3 非製造業の分析結果

次に非製造業界の検定結果は下表に示すとおりである。以下、プラットフォームの考察を行う。なお、研究開発費率については、非製造業界においてはサンプル数があまりにも少ないため記載していない。

【図 1-7-3-1】 2006 年度 M&A 実施企業の記述統計量と検定結果

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小	t値	U値
事業ROA	32	0.061	0.052	0.038	0.001	0.208	0.013	-0.331	0.153
営業ROA	32	0.060	0.051	0.038	0.001	0.205	0.011	0.023	0.114
純利益ROA	32	0.033	0.025	0.023	0.001	0.095	0.001	0.729	0.361
ROE	32	0.090	0.071	0.066	0.004	0.252	0.005	1.290	0.691
増加率	32	0.080	0.061	0.117	0.014	0.529	-0.094	0.816	1.596*
営業利益率	32	0.069	0.045	0.057	0.003	0.270	0.009	-0.509	0.591
当期純利益率	32	0.035	0.030	0.025	0.001	0.095	0.001	-0.221	0.032
販管費率	32	0.141	0.103	0.113	0.013	0.571	0.027	-1.848**	1.789**



【図1－7－3－2】 非実施企業の記述統計量

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小
事業ROA	89	0.064	0.050	0.052	0.003	0.273	-0.045
営業ROA	89	0.059	0.050	0.053	0.003	0.273	-0.119
純利益ROA	89	0.029	0.027	0.037	0.001	0.154	-0.141
ROE	89	0.069	0.071	0.105	0.011	0.382	-0.427
増加率	89	0.060	0.035	0.142	0.020	0.938	-0.208
営業利益率	89	0.076	0.057	0.095	0.009	0.689	-0.220
当期純利益率	89	0.037	0.031	0.061	0.004	0.333	-0.262
販管費率	89	0.187	0.149	0.140	0.020	0.723	0.015

【図1－7－3－3】 2007年度 M&A 実施企業の記述統計量と検定結果

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小	t値	U値
事業ROA	23	0.090	0.067	0.061	0.004	0.218	0.020	2.159**	2.122**
営業ROA	23	0.084	0.058	0.063	0.004	0.217	0.017	1.745**	1.745**
純利益ROA	23	0.049	0.027	0.048	0.002	0.152	-0.015	2.447**	1.781**
ROE	23	0.088	0.096	0.082	0.007	0.235	-0.076	1.273	1.093
増加率	23	0.083	0.052	0.107	0.011	0.304	-0.075	2.519*	2.053**
営業利益率	23	0.089	0.073	0.062	0.004	0.233	0.014	1.350*	1.190
当期純利益率	23	0.049	0.034	0.046	0.002	0.144	-0.027	1.915**	1.466*
販管費率	23	0.131	0.117	0.091	0.008	0.347	0.022	-1.775**	1.740**

【図1－7－3－4】 非実施企業の記述統計量

	標本数	平均	中央値	標準偏差	分散	最大	最小
事業ROA	85	0.063	0.049	0.046	0.002	0.186	-0.018
営業ROA	85	0.062	0.046	0.048	0.002	0.212	-0.026
純利益ROA	85	0.024	0.022	0.040	0.002	0.101	-0.106
ROE	85	0.065	0.062	0.086	0.007	0.297	-0.205
増加率	85	0.025	0.022	0.078	0.006	0.340	-0.266
営業利益率	85	0.072	0.061	0.061	0.004	0.270	-0.040
当期純利益率	85	0.029	0.033	0.049	0.002	0.173	-0.126
販管費率	85	0.179	0.153	0.117	0.014	0.490	0.031

非製造業界では、2006年度の分析ではほとんど有意な結果を得られなかったが、2007年度の分析では多くの項目において5%あるいは10%の有意な結果を得た。また、符号も仮説と一致している。

結論としては、製造業では仮説と適合しなかった販管費率で仮説と適合した有意な結果を得られた点が非製造業界のM&Aによるパフォーマンスで表れる特徴と考えられる。

### 1-8 別アプローチによる分析(モデル 2)

以上のような分析をまず私たちは行った。しかしこの分析では、M&A を実施した企業が業績を改善したわけではなく、業界全体が業績を改善した可能性を否定できず、実際に製造業では 2006 年合併企業のほうが、非製造業では 2007 年合併のほうが有意な結果が多く表れており、Selection Bias の問題が残ってしまう。そこで、この分析に加えて業界平均との比較を行いこの問題に対処することにした。

こちらの分析は合併初年度を基準年として基準年と 1 年後、2 年後を比較、あるいは 1 年前と 1 年後、2 年後を比較して M&A の前後を比較するというイベント・スタディーの形式をとる。

この分析においても平均差検定と中央値検定を用いることとする。合併企業における合併初年度  $t$  の説明変数の平均値(or 中央値)を  $\overline{x_t}$ 、業界全体の  $t$  年度の説明変数の平均値(or 中央値)を  $\overline{y_t}$  とすると、

$$\text{帰無仮説 } H_0 : \overline{x_{t+1}} - \overline{y_{t+1}} = \overline{x_{t-1}} - \overline{y_{t-1}}$$

$$\text{対立仮説 } H_1 : \overline{x_{t+1}} - \overline{y_{t+1}} \neq \overline{x_{t-1}} - \overline{y_{t-1}} \quad \text{となる。}$$

なお、モデル 2 の結果は各班の研究の冒頭部分で紹介していく。

### 1-9 今後の展開

1-7 のように先行研究に基づいた分析では(1)製造業では主に ROA や ROE など利益に関連した項目で有意な結果が表れ、非製造業界では販管費率といった費用に関連した項目で強く有意な結果が表れたことが分かる。さらに、(2)非製造業では販管費率は減少方向で有意であるが、製造業では増加方向で有意となり、仮説と逆の結果が出てしまった。

では、(1)・(2)のような業界による結果の違いはどうして生じたのだろうか？2 章より始まる各班の研究によって分析していくことにする。

<参考文献>

Hoshino, Y. [1982] “The Performance of Corporate Mergers in Japan,” *Journal of Business Finance and Accounting*, vol.9, pp.153-165

Oliver Eaton Williamson [1986], *Economic Organization: Firms, Markets, and Policy Control*, New York University Press. (O.ウィリアムソン 井上薫・中田善啓監訳[1989].  
エコノミック・オーガニゼーション——取引コストパラダイムの展開 晃洋書房)

Odagiri, H. and T. Hase [1989] “Are mergers and acquisitions going to be popular in Japan too?” *International Journal of Industrial Organization*, Vol.7, pp.101-116

Yeh, T. and Y. Hoshino [2002] “Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers,” *Japan and the World Economy*, Vol.14, pp.347-366

Kruse, T. A., H. Y. Park, K. Park and K. Suzuki [2002] “The Value of Corporate Diversification: Evidence from Post-Merger Performance in Japan,” AFA 2003 Washington, DC Meetings.

深尾京司[2005]「M&Aは投資先企業の生産性を上昇させるか」、日本経済研究センター研究員報告

長岡貞夫[2005]「合併・買収は企業成長を促すか?」、一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』53(2)、32-44 ページ

岡部光明・関晋也[2006]「日本における企業 M&A(合併および買収)の効果—経営の安定化と効率化に関する実証分析—」総合政策学ワーキングペーパーシリーズ No.107

滝澤美帆・鶴 幸太郎・細野薫[2008]「企業のパフォーマンスは合併によって向上するか：非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析」RIETI Discussion Paper Series 09-J-005

宮宇地俊岳[2007]「会計データを用いた M&A による経済効果分析」

## 第2章 業界及びグループ内外の比較分析

### 第1節 製造業界分析

油井智紀 新谷壮司 安居真吾 宮本 亮  
川村有輝 津川貴行 美浦大輝 横山夏子 小玉智宏

#### 2-1-1 はじめに

プラットフォームの検定では、製造業は非製造業と異なり、殆どの変数において統計的に有意な結果がみられた。このことから、製造業ではM&Aを行った企業はM&Aを行っていない企業よりも相対的にみて収益性が高いことが分かる。しかし、販管費率と研究開発費に関しては「M&Aを実施していない企業の方がM&Aを実施した企業よりも低い」という、仮説と逆の結果になっている。この原因を明らかにするため、この2項目についてM&A実施直前の年度における中央値と平均値を求めてみた。つまり、2006年にM&Aを実施した企業の2005年の数値、2007年に実施した企業の2006年の数値を求めたのである。結果を【表2-1-1-1】に示す。

【表2-1-1-1：M&A実施直前の年度における中央値と平均値】

#### ◆販管費率

	06年実施	06年非実施	07年実施	07年非実施
平均	0.217	0.188	0.216	0.193
中央値	0.215	0.171	0.203	0.173

#### ◆研究開発費率

	06年実施	06年非実施	07年実施	07年非実施
平均	0.053	0.026	0.029	0.025
中央値	0.047	0.022	0.021	0.021

販管費率・研究開発費率ともに、M&Aを実施していない企業の方が平均・中央値についてM&Aを実施した企業よりも低い。すなわち、M&Aを実施する企業の販管費率・研究開発費率は元々高い傾向にあるといえる。またこれにより、製造業において企業が実施するM&Aには、「元々高い傾向にあった販管費率・研究開発費率を、M&Aによりシナジーを生み出すことで削減するねらい」があったのではないかと考えられる。

ここではモデル1の補足として、仮説と結果が逆になった項目に焦点を当てて分析を行った。しかし、これだけではM&Aを実施した企業自体の収益性が向上したのかが分からない。そこで次節では、M&Aを実施した企業の絶対的な評価を行うために、プラットフォーム1-8のモデル2の手法で分析を行う。

## 2-1-2 M&A 前後のパフォーマンス比較

### 2-1-2-1 2006 年実施企業の場合

【表 2-1-2-1-1 : M&A 前後のパフォーマンス分析(2006 年実施)】

	05-06	仮説	結果	U 値	05-07	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	+	0.340		+	+	0.319
営業 ROA		+	+	0.348		+	+	0.484
純利益 ROA		+	+	0.039		+	—	0.072
ROE		+	—	0.360		+	—	0.319
増加率		+	+	0.505		+	+	0.628
営業利益率		+	+	0.298		+	+	0.360
純利益率		+	+	0.360		+	—	0.237
販管費率		—	—	0.278		—	—	0.257
研究開発費率		—	+	0.373		—	—	0.461
	05-08	仮説	結果	U 値				
事業 ROA		+	+	0.268				
営業 ROA		+	—	0.110				
純利益 ROA		+	—	0.268				
ROE		+	+	0.142				
増加率		+	+	0.697				
営業利益率		+	—	0.079				
純利益率		+	—	0.268				
販管費率		—	—	0.321				
研究開発費率		—	—	0.205				

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

【表 2-1-2-1-1】から分かるように、モデル 2 の手法では、モデル 1 の結果とは対照的に、統計的に有意な結果は一切みられなかった。この結果をみる限り、2006 年に M&A を実施した企業においては、実施後の 1~3 年といった短期間では、M&A によるパフォーマンスの向上はみられないことがわかる。

## 2-1-2-2 2007 年実施企業の場合

【表 2-1-2-2-1 : M&A 前後のパフォーマンス分析(2007 年実施)】

	06-07	仮説	結果	U 値	06-08	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	-	0.543		+	+	0.553
営業 ROA		+	-	0.452		+	-	0.503
純利益 ROA		+	-	0.075		+	-	0.050
ROE		+	-	0.905		+	-	0.830*
増加率		+	+	0.419		+	+	0.608
営業利益率		+	-	0.154		+	-	0.452
純利益率		+	-	0.578		+	-	0.125
販管費率		-	-	0.105		-	+	0.058
研究開発費率		-	-	0.090		-	-	0.075

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

【表 2-1-2-2-1】より、2007 年に M&A を実施した企業においても、2006 年の結果と同様、統計的に有意な結果は ROE を除いて得られなかった。その ROE も、10%有意でありながら増減の方向は仮説と逆になっている。このように、2006 年、2007 年のいずれの場合においても有意な結果が得られなかったことから、M&A を実施してからの 1~3 年といった短期間では、M&A によるパフォーマンスの向上はみられないことがわかる。つまり、製造業においては、元々収益性の高い企業が M&A を行う一方で、短期間におけるパフォーマンスの向上には失敗している、もしくはそもそも短期間におけるパフォーマンスの向上を見込んでいない可能性が考えられる。そこで、企業が M&A を行う目的を究明するべく、次節に Research Question を設定する。

### 2-1-2-3 Research Question

Q. M&A サンプル内でも、各数値において上位・下位の企業では M&A を行う目的やその結果が異なるのではないだろうか？

先述した通り、製造業においては M&A 前と M&A 後を比較しても、1～3 年という短期間では統計的に有意な結果はみられなかった。製造業では 5 年～10 年といった長期間に収益性の改善を見据えている可能性がある」と推測される。

一方で、製造業という業界を分析する上では、これまで行ってきた統計手法そのものを今一度見直す必要性が出てきた。すなわち、サンプル企業の性質、すなわち M&A を行う動機を加味することなく検定を行ったために、結果に歪みが生じてしまったのではないかという可能性が生じたのである。特に製造業においては、期間によって検定結果が左右されるという仮説が存在する以上、他の要因についても詳細な検証を行う必要があると思われる。

そこで、サンプル企業を ROA など M&A 実施直前における各数値の上位グループ・下位グループに分け、該当する企業の翌年度の数値と比較した。つまり、2006 年 M&A 実施企業なら 2005 年度の数値をベースに上位グループと下位グループに分け、2006 年度の同一グループの数値と比較するのである。もし上位グループと下位グループで検定結果に統計的に有意な差異が観測できれば、M&A を行う企業の動機には差異が存在するといえるであろう。なお、検証にあたってはプラットフォームのモデル 2 を使用している。

結果を【表 2-1-2-3-1】【表 2-1-2-3-2】【表 2-1-2-3-3】【表 2-1-2-3-4】に示す。

【表 2-1-2-3-1：パフォーマンス上位・下位比較(2006 年 M&A 05～06)】

	上位	仮説	結果	U 値	下位	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	+	0.553		+	+	0.706
営業 ROA		+	+	0.361		+	+	0.883
純利益 ROA		+	+	1.059		+	－	0.182
ROE		+	+	0.529		+	－	0.441
増加率		+	－	0.052		+	+	1.102
営業利益率		+	+	0.264		+	+	0.794
純利益率		+	+	1.854***		+	+	0.794
販管費率		－	+	0.088		－	－	0.353
研究開発費率		－	+	0.053		－	－	0.364

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

【表 2-1-2-3-2：パフォーマンス上位・下位比較(2006 年 M&A 05～07)】

	上位	仮説	結果	U 値	下位	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	－	0.982		+	+	1.501*
営業 ROA		+	－	0.707		+	+	0.934
純利益 ROA		+	－	0.253		+	+	2.207
ROE		+	－	0.265		+	+	0.830***
増加率		+	+	1.067		+	+	1.766**
営業利益率		+	+	0.442		+	+	0.265
純利益率		+	+	0.334		+	－	0.088
販管費率		－	－	0.42		－	－	0.883
研究開発費率		－	－	0.263		－	+	0.088

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。



【表 2－1－2－3－3：パフォーマンス上位・下位比較(2007 年 M&A 06～07)】

	上位	仮説	結果	U 値	下位	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	+	0.030		+	－	0.377
営業 ROA		+	－	0.188		+	+	0.123
純利益 ROA		+	－	0.491		+	－	0.566
ROE		+	－	0.264		+	－	0.037
増加率		+	－	1.171		+	+	1.852***
営業利益率		+	－	0.642		+	+	0.340
純利益率		+	－	1.247		+	－	0.566
販管費率		－	－	0.529		－	+	0.113
研究開発費率		－	－	0.264		－	+	0.344

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

【表 2－1－2－3－4：パフォーマンス上位・下位比較(2007 年 M&A 06～08)】

	上位	仮説	結果	U 値	下位	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	－	0.379		+	－	0.378
営業 ROA		+	－	1.134		+	－	0.038
純利益 ROA		+	－	1.458		+	+	0.568
ROE		+	－	1.02		+	+	1.171**
増加率		+	－	2.456**		+	+	1.625**
営業利益率		+	－	0.567		+	+	0.491
純利益率		+	－	1.701**		+	+	0.265
販管費率		－	+	0.378		－	+	0.037
研究開発費率		－	－	0.189		－	－	0.039

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

2006 年 M&A 企業、2007 年 M&A 企業共に下位グループではある程度収益性の改善が見られる一方、上位グループは統計的に有意な結果が得られないか、もしくは有意だとしても仮説とは増減の方向が逆になる場合が殆どであった。

上位グループは、1～2 年という短期間では収益性の改善はみられなかった。これには 2 つの原因が考えられる。

- ・上位グループの企業は元々収益性が高いために、短期的には損失が出る M&A であっても実行することができ、なおかつ実際に M&A を行っているのではないか。
- ・今回の研究では測れなかった、事業戦略と密接に結びついた長期的な収益の改善を見越して M&A を行っているのではないか。例えば、新規事業進出のために M&A を行った場合だと、業務統合や人員整理に時間や費用がかかるため、安定した収益を獲得するまでの期間が長期化することが多い。

一方、下位グループは、検定結果から、短期的な収益力の改善を期待して M&A を行うことが多いのだと考えられる。例えば、同業他社や、企業文化の似ている企業との M&A は比較的容易に行えることから、そういった M&A が多く実施されているのではないだろうか。

以上のことから、Research Question に対する解答は、「M&A サンプル内でも、各数値において上位・下位の企業では M&A を行う目的やその結果は異なる。具体的にいえば、元々実績値の高い上位企業は長期的な収益獲得のために M&A を行い、下位企業は短期的な収益改善のために M&A を行う」となるであろう。

### 2-1-3 結論

製造業では、

- ①元々収益性が高い企業が M&A を行う傾向にある。
- ②収益性が高い企業と低い企業では M&A を行う目的が異なっており、

上位企業は長期的な収益性の向上、下位企業は短期的な収益性の向上を期待している。の 2 点が特徴として判明した。これは上位、下位企業の元々の収益力の違いにより、M&A を実施する上でとり得る選択肢の幅が異なるからであると思われる。そのため、製造業全体では M&A 前後の比較で有意な結果が得られなかったのではないかと推測される。

## 第2節 非製造業界分析

角田創実 別所正則 松本守正 小玉高大

強曉斌 小寺純平 松瀬知之 安井裕紀 渡邊誠士

### 2-2-1 はじめに

プラットフォームでの検定では、非製造業においては製造業よりも有意な結果が少なかった。その中で販管費率と売上高増加率で有意な結果が出ており、かつ増減の方向も仮説と整合している。販管費率に関しては製造業と結果が異なっており、これは非製造業という業界そのものにみられる傾向と考えられる。このような傾向の中身を明らかにするために、この2項目についてM&A実施直前の年度における中央値と平均値を求めてみた。つまり、2006年にM&Aを実施した企業の2005年の数値、2007年に実施した企業の2006年の数値を求めたのである。結果を【表2-2-1-1】に示す。

【表2-2-1-1：M&A実施直前の年度における中央値と平均値】

#### ◆販管費率

	06年実施	06年非実施	07年実施	07年非実施
平均	0.139	0.179	0.133	0.189
中央値	0.113	0.147	0.112	0.145

#### ◆売上高増加率

	06年実施	06年非実施	07年実施	07年非実施
平均	0.051	0.058	0.088	0.054
中央値	0.023	0.046	0.081	0.033

販管費率に関してはM&Aを実施した企業の方が平均・中央値ともにM&Aを実施していない企業よりも低い。これにより、M&Aを実施する企業の販管費率は元々低い傾向があることが判明した。一方で売上高増加率に関しては販管費率のような傾向はみられない。このことから、売上高増加率の元からの高低とM&Aの実施・非実施の有無は特に関係が無いといえる。

ここまでは2006年実施・2007年実施ともに有意となった項目に焦点を当ててきたが、ROAや売上高純利益率などの項目は2007年実施のみ有意となっている。これにはマクロ要因が関係している可能性があるため、以降はマクロ要因を除外するため、プラットフォーム1-8のモデル2の手法で分析を行う。

## 2-2-2 M&A 前後のパフォーマンス比較

### 2-2-2-1 2006 年実施企業の場合

【表 2-2-2-1-1 : M&A 前後のパフォーマンス分析(2006 年実施)】

	05-06	仮説	結果	U 値	05-07	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	+	0.690		+	—	0.156
営業 ROA		+	+	1.366*		+	+	1.028
純利益 ROA		+	+	1.915**		+	+	0.746
ROE		+	+	1.718**		+	+	0.020
増加率		+	+	0.975		+	+	1.811**
営業利益率		+	+	0.465		+	+	0.745
純利益率		+	+	0.577		+	—	0.423
販管費率		—	—	0.619		—	—	0.383
	05-08	仮説	結果	U 値				
事業 ROA		+	+	0.605				
営業 ROA		+	+	0.901				
純利益 ROA		+	+	1.816**				
ROE		+	—	0.338				
増加率		+	+	1.711**				
営業利益率		+	+	0.577				
純利益率		+	+	0.493				
販管費率		—	—	0.436				

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

【表 2-2-2-1-1】より、純利益 ROA と売上高増加率で有意な結果かつ仮説通りとなった。売上高増加率に関しては、合併の翌年は財務数値が足されるので増加するのは

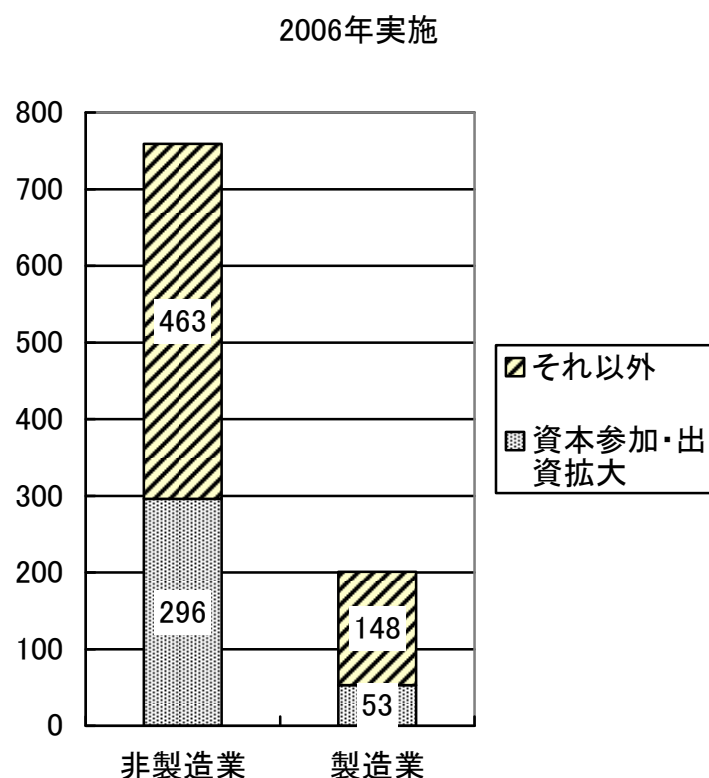
当然であるが、2 年目以降も増加していることを鑑みるとシナジー効果を享受できていると考えられる。一方で、営業 ROA や事業 ROA ではほとんど有意な結果となっていないにも関わらず、純利益 ROA では有意な結果がみられる。これは何故だろうか。この原因を究明するために Research Question を設定する。

## 2-2-2-2 Research Question No.1

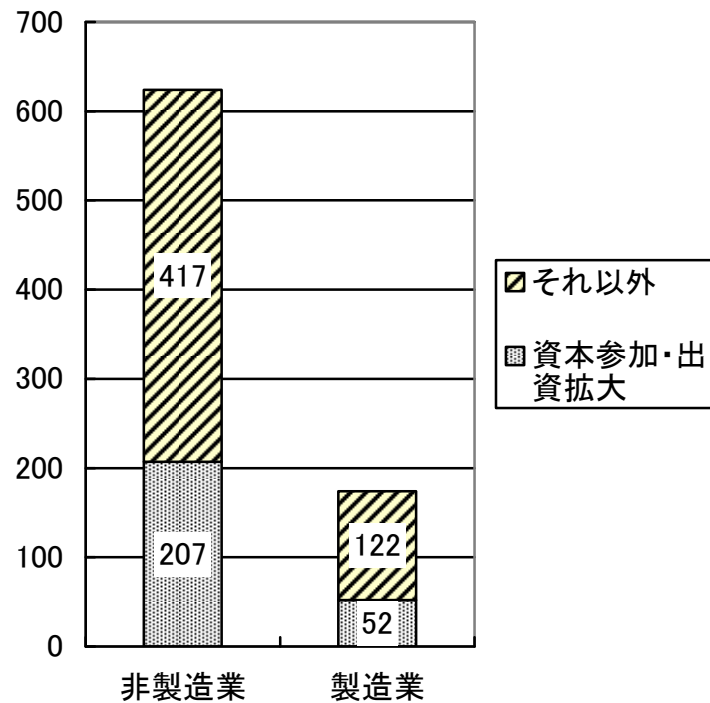
Q.何故非製造業においては純利益 ROA で有意となったのか？

先述の通り、営業 ROA や事業 ROA ではほとんど有意な結果となっていないにも関わらず、純利益 ROA のみ有意な結果がみられる。となると、当期純利益という項目の性質、すなわち損益計算書における営業利益と当期純利益の間の項目が影響しているのではないかと考えられる。更に、非製造業全体として資本参加・出資拡大のケースが多い傾向にある(以下の【図 2-2-2-2-1】を参照)ことも原因の一つとして考えられる。

【図 2-2-2-2-1：資本参加・出資拡大のケース数】



2007年実施



(注) レコフ社『MARR』巻末データより筆者が作成

そこで、損益計算書上営業利益と当期純利益の間にある項目の一つ、経常利益に関する検定をかけてみることにした。事業利益に含まれなかった有価証券利息等も経常利益には含まれるので、営業 ROA や事業 ROA に比べて良い結果が期待される。この経常利益は売上高で規模をコントロールする。売上高経常利益率も他の利益率における仮説同様、M&A によって上昇するはずである。結果を【表 2-2-2-2-2】に示す。

【表 2-2-2-2-2：経常利益率】

比較年度	仮説	結果	U 値
05-06	+	+	0.324
05-07	+	+	1.014
05-08	+	+	1.337*
06-07	+	+	0.461
06-08	+	+	0.593

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

検定の結果、2006 年 M&A 実施企業においては実施後 3 年目となる 2008 年で 10%有意となった。2007 年 M&A 実施企業における 3 年目の結果は未知であるが、改善の傾向にあると考えられる。このことから、非製造業においては金融面での収益増加・効率化を狙って M&A を行う可能性が高いといえるのではないだろうか。したがって、「損益計算書の営業利益以下の項目である、金融収益面のパフォーマンスの向上により、純利益 ROA で有意な結果となった」ということを Research Question No.1 に対する解答としたい。

## 2-2-2-3 2007 年実施企業の場合

【表 2-2-2-3-1 : M&A 前後のパフォーマンス分析(2007 年実施)】

	06-07	仮説	結果	U 値	06-08	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	+	0.286		+	+	0.299
営業 ROA		+	-	0.220		+	+	0.373
純利益 ROA		+	-	0.461		+	+	0.835
ROE		+	+	0.835		+	-	0.176
増加率		+	+	0.340		+	-	1.164
営業利益率		+	-	0.198		+	-	0.198
純利益率		+	-	1.928**		+	-	0.571
販管費率		-	+	3.076***		-	+	0.044

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

【表 2-2-2-3-1】より、M&A 実施翌年において販管費率と純利益率が有意水準を満たしているが、増減の方向において仮説と結果が逆となった。販管費率については、M&A 直後の段階ではまだ人員整理が進まず、かえってコストがかかってしまったことなどが原因として考えられる。ただし、合併直後はコスト増となっても、長期的には効率化が図られ販管費率も下がっていくとみられる。一方で、純利益率についても仮説と結果が逆となった原因は何だろうか。しかも、純利益率のみならず、純利益 ROA などでも業界平均との差が縮まっている。向上が期待される項目で何故逆のことが起きたのか、この原因を究明するために新たな Research Question を設定する。

## 2-2-2-4 Research Question No.2

Q.各数値において上位・下位の企業では M&A を行う目的やその結果が異なるのではないだろうか？

今までの分析では、企業が M&A を行う動機を考慮せずに一括して考えていた。しかし、上記の結果を鑑みるに、体力に余裕がある企業と余裕が無い企業の M&A を行う目的が必ずしも一致するとは言い切れない可能性が出てきた。そこで、サンプル企業を ROA など M&A 実施直前の各数値の上位グループ・下位グループ 10 社に分け、該当する企業の翌年度の数値と比較してみた。つまり、2006 年 M&A 実施企業なら 2005 年度の数値をベースに上位グループと下位グループに分け、2006 年度の同一グループの数値と比較するのである。もし上位グループと下位グループで検定結果に差が出れば、M&A を行う企業でも動機に差異があるといえよう。なお、検証にあたってはプラットフォームのモデル 2 を使用している。結果を【表 2-2-2-4-1】【表 2-2-2-4-2】に示す。

【表 2-2-2-4-1：パフォーマンス上位・下位比較(2006 年実施)】

	上位	仮説	結果	U 値	下位	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	—	0.087		+	+	1.473*
営業 ROA		+	—	0.087		+	+	1.992**
純利益 ROA		+	+	0.375		+	+	3.435***
ROE		+	—	0.260		+	+	2.627***
増加率		+	—	1.588*		+	+	3.089***
営業利益率		+	+	0.144		+	+	1.472*
純利益率		+	+	0.606		+	—	1.068
販管費率		—	—	0.606		—	—	1.761**

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

2006 年 M&A 実施企業においては、上位グループではほぼ無反応なのに対して下位グループでは多くの項目において有意水準を満たしている。しかも増減方向の仮説と結果が一致している。つまり、上位グループの場合は体力に余裕があるため、短期的な収益よりも長期的な収益獲得を目論んで M&A を行い、下位グループの場合は体力にあまり余裕が無いため、短期的なパフォーマンスの向上を目論んで M&A を行うのではないだろうか。



【表 2－2－2－4－2：パフォーマンス上位・下位比較(2007 年実施)】

	上位	仮説	結果	U 値	下位	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	－	1.323*		+	－	0.567
営業 ROA		+	－	1.625*		+	－	0.416
純利益 ROA		+	－	1.550*		+	－	2.154**
ROE		+	－	0.113		+	+	3.515***
増加率		+	－	1.852**		+	+	2.003**
営業利益率		+	－	0.038		+	－	0.794
純利益率		+	－	2.079**		+	－	1.928**
販管費率		－	+	1.852**		－	+	3.742***

(注) \*\*\*は有意水準 1%、\*\*は有意水準 5%、\*は有意水準 10%を表す。

2007 年 M&A 実施企業においては、両グループともにほとんどの項目で有意となったが、増減方向については、その多くで仮説と結果が逆になった。上位グループの場合はあくまでも長期的な収益獲得が目的で、短期的なパフォーマンスの低下は度外視していると考えられる。下位グループの場合は、ROE と売上高増加率で仮説と結果が一致しているところをみると、やはり短期的なパフォーマンスの改善を意図しているといえるのではないだろうか。5 ページの【表 2－2－2－3－1】の売上高純利益率などで符号が逆になったのもこれが原因である可能性が高い。ただ、いずれにせよ、取引コスト理論の観点でみれば単純に「M&A が成功しなかった」という結論に至る。

以上のことから、Research Question No.2 に対する解答は「元々実績値の高い上位企業は長期的な収益獲得のために M&A を行い、下位企業は短期的な収益改善のために M&A を行う」となるであろう。

### 2－2－3 結論

非製造業の M&A においては、

- ①M&A を実施する企業の販管費率が元々低い傾向がある。
  - ②金融収益面でのパフォーマンスの向上が M&A の主な目的の一つである。
- の 2 点が特徴として判明した。更に、これは製造業にもいえることだが、実績に優れる上位企業は M&A により長期的な収益獲得を目指すのに対し、下位企業は短期的な業績改善を目指して M&A を行うと考えられる。

### 第3節 追加分析：グループ内 M&A、グループ外 M&A 分析

#### 2-3-1 はじめに

これまでは業界のみに着目して分析を行ってきた。しかし、M&A の形態はグループ内で行うもの・グループ外で行うものにも分けることが出来る。そこで、この章ではグループ内外に分けた場合のパフォーマンスの差に着目することにした。分析手法はモデル 2 を用いる。なお、サンプル数は 2006 年のグループ内 M&A 企業：18 社、2006 年のグループ外 M&A 企業：33 社、2007 年のグループ内 M&A 企業：20 社、2007 年のグループ外 M&A 企業：25 社と非常に少ないため、ここから更に製造業・非製造業に分類することはできなかった。

## 2-3-2 M&A 前後のパフォーマンス比較

### 2-3-2-1 グループ内 M&A の場合

【表 2-3-2-1-1 : M&A 前後のパフォーマンス分析(グループ内、2006 年実施)】

	05-06	仮説	結果	U 値	05-07	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	-	0.103		+	+	0.379
営業 ROA		+	+	0.379		+	+	0.689
純利益 ROA		+	-	0.310		+	-	0.034
ROE		+	-	0.413		+	-	0.241
増加率		+	+	0.433		+	+	0.509
営業利益率		+	-	0.172		+	-	0.103
純利益率		+	-	0.620		+	-	0.276
販管費率		-	-	0.413		-	-	0.241
	05-08	仮説	結果	U 値				
事業 ROA		+	+	0.758				
営業 ROA		+	+	0.896				
純利益 ROA		+	+	0.758				
ROE		+	-	0.170				
増加率		+	-	0.132				
営業利益率		+	-	0.283				
純利益率		+	+	0.413				
販管費率		-	-	0.310				

【表 2－3－2－1－2：M&A 前後のパフォーマンス分析(グループ内、2007 年実施)】

	06-07	仮説	結果	U 値	06-08	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	+	0.292		+	+	0.876
営業 ROA		+	+	0.609		+	+	0.852
純利益 ROA		+	－	0.876		+	－	0.263
ROE		+	－	1.197		+	－	0.963
増加率		+	+	1.022		+	+	0.117
営業利益率		+	－	0.172		+	+	0.172
純利益率		+	－	1.226		+	+	0.029
販管費率		－	－	0.175		－	－	0.058

上記の表からわかる通り、グループ内 M&A では有意な結果が得られなかった。このことから、グループ内 M&A では収益性の改善を主眼としている訳ではなく、むしろ経営意思決定浸透の迅速化など財務諸表に現れない目的のために行っていると言えるのではないだろうか。ただし、ROA の U 値が時間が経つにつれ増加していることから、M&A による収益性の改善の見込みが無いとはいき切れない。例えば重複事業の統合等でコスト削減により財務指標が改善されたと考えられる。

## 2-3-2-2 グループ外M&Aの場合

【表 2-3-2-2-1 : M&A 前後のパフォーマンス分析(グループ外、2006 年実施)】

	05-06	仮説	結果	U 値	05-07	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	+	0.906		+	+	0.490
営業 ROA		+	+	1.484*		+	+	0.973
純利益 ROA		+	+	1.954**		+	+	1.605*
ROE		+	+	0.638		+	+	1.108
増加率		+	+	2.162**		+	+	2.395***
営業利益率		+	+	0.879		+	+	0.628
純利益率		+	+	1.954**		+	+	0.732
販管費率		-	-	0.369		-	-	0.208
	05-08	仮説	結果	U 値				
事業 ROA		+	+	0.571				
営業 ROA		+	+	0.718				
純利益 ROA		+	+	1.981**				
ROE		+	-	0.007				
増加率		+	+	2.491***				
営業利益率		+	+	0.410				
純利益率		+	-	0.839				
販管費率		-	-	0.181				

【表 2-3-2-2-2 : M&A 前後のパフォーマンス分析(グループ外、2007 年実施)】

	06-07	仮説	結果	U 値	06-08	仮説	結果	U 値
事業 ROA		+	-	0.078		+	-	0.116
営業 ROA		+	-	0.213		+	-	0.563
純利益 ROA		+	-	1.009		+	-	0.796
ROE		+	-	2.037***		+	-	2.608***
増加率		+	-	0.278		+	-	1.206
営業利益率		+	-	0.485		+	-	0.691
純利益率		+	-	1.630**		+	-	1.453*
販管費率		-	+	0.039		-	+	0.072

【表 2-3-2-2-1】より、売上高純利益率が合併初年度に、純利益ベース ROA と売上高増加率が 3 年通して有意な結果を得られた。グループ外 M&A はパフォーマンスの向上を意図したものであると思われる。

しかし【表 2-3-2-2-2】より 2007 年度 M&A 企業においては有意な結果が得られたものの、仮説とは逆で収益率が悪化していた。グループ外 M&A は、グループ内 M&A に比べて企業風土の違い等失敗の要因が多く、リスクが高いと思われる。

### 2-3-3 結論

グループ内 M&A の場合、M&A の目的は数値の改善よりも経営意思決定の迅速化を図ることであるため、有意な結果が出なかったのではないかと。ただし、ROA が徐々に有意に近づいていることを考えると、決してパフォーマンスの向上を意図せずに M&A を行うわけではないと考えられる。

一方でグループ外 M&A の場合は、年度によって仮説と結果が正反対になってしまうことがあり、ハイリスクな形態と言える。そしてそのリスクの高さに見合うリターンが求められるため、グループ外 M&A の主目的はパフォーマンスの向上と結論付けて良いだろう。

## 第4節 研究総括

Q1.バブル崩壊後の M&A を経験した企業にどのような属性があるのか？

A1.

製造業：元々収益性が高く、研究開発費、販管費の比率が高い企業が M&A を行う傾向がある。

非製造業：元々販管費の比率が低い企業が M&A を行う傾向がある。

Q2.製造業と非製造業では M&A による業績の変化に差異は生じるのか？

A2.

製造業：短期的な数値改善よりも、長期的視点に立って M&A を行う業界的傾向がある。

非製造業：金融収益面での数値改善が M&A を行う大きな動機の一つとなる。

Q3.企業集団内の M&A においても、企業集団外の M&A と同様の効果を得ることができるのか？

A3.

集団内：収益性の向上が主目的というわけではなく、それよりも経営意思決定の迅速性を求めているのではないか。

集団外：ハイリスクな手法であるため、そのリスクに見合うリターンであるパフォーマンスの向上が主目的と言える。

## 終章

日本ではバブル崩壊後の効率化・高収益体制確立のための経営戦略として M&A が実施されるようになってきており、90 年代後半よりその件数は飛躍的に増加している。しかしながら、M&A の業績効果自体を分析した論文には、明確な改善効果が見られたと結論付けるものが少ないことに私たちは着目し、M&A に業績を改善する効果があるのか、さらにはその企業の特性はどのようなものであるかについて業界ごとに分析を行い、さらには企業集団同士の M&A であるか否かも区別して分析を行った。

本研究では、第 1 章で M&A による業績改善効果があるのかを調べるために、まず対象とする企業を東証分類による機械業界、電気機器業界、サービス業界、情報・通信業界、運輸・倉庫業界における、日本会計基準適用で東証・大証・名証 1 部 2 部上場の企業であるという条件で抽出した。そして M&A を実施した企業とそうでない企業について、合併後の同一年度において比較分析を行った。その結果、M&A の実施には業績を改善することにおおよそ有意な効果があることが分かり、また業界によってその効果には違いがあることも分かった。そこで、各種業界を大きく製造業と非製造業に分類しそれぞれの特性を分析することになった。その結果、以下のような特性が明らかになった。

製造業では、元々収益性が高い企業が M&A を行う傾向にあること、収益性が高い企業と低い企業では M&A を行う目的が異なっており、上位企業は長期的な収益性の向上、下位企業は短期的な収益性の向上を期待していること、という 2 点が特徴として判明した。

非製造業では、M&A を実施する企業の販管費率が元々低い傾向があること、金融収益面でのパフォーマンスの向上が M&A の主な目的の一つであること、という特徴が判明した。更に、製造業との共通点として、元々収益性の高い上位企業が M&A により長期的な収益獲得を目指すのに対し、下位企業は短期的な業績改善を目指して M&A を行う傾向にあることが明らかになった。

そして最後に、企業集団内での合併と企業集団外の合併に分けて業界平均との比較分析を行った。この結果、数値の改善された項目がみられなかったことから、企業集団内では M&A の実施は経営意思決定の迅速化を図るためではないかと考えた。一方で企業集団外では、仮説と結果が年度によって逆になったことから、M&A の実施はハイリスクであり、それに見合うリターンにあたる業績の改善が M&A を実施する主目的であると結論付けた。

これらの結果から M&A による業績改善効果の有無・業界ごとの特徴・企業集団内外での目的の違いが考察できたので、この研究により一定の成果が得られたと考えている。

しかし、この研究については、対象とした期間が短いため十分なサンプル数を取得できなかったこと、取引コストの指標が正確ではなく実態に基づいた仮説を立てるのが困難であったことなどの課題を残すことになってしまった。今年度の研究で残ってしまった課題については今後の実証研究で解決されることを期待したい。



## 2010 年度ゼミナール活動の記録

3 月下旬	<p>2 回生プレゼミ（前半）簿記 テキスト：加古宜士・渡辺裕亘編著『新検定簿記講義/3 級商業簿記』中央経済社。</p> <p>2 回生プレゼミ（後半）財務諸表論 テキスト：日本経済新聞社『財務諸表の見方』日経文庫。</p>
4 月 9 日	<p>前期ゼミ開講</p> <p>2 回生テキスト：桜井久勝『財務諸表分析』中央経済社。</p> <p>3・4 回生テキスト：KG パレプ・PM ヒーリー・VL バーナード著、 斉藤静樹監訳、筒井知彦・川本淳・八重倉孝・亀坂安紀子訳 『企業分析入門』東京大学出版会。</p>
8 月 1 日	新歓コンパ 於・河原町「つぼ八」
10 月 1 日	<p>後期ゼミ開講</p> <p>共同研究テーマ 「日本企業の M&amp;A 効果に関する実証分析」</p>
12 月 3 日	<p>新ゼミ生 1 次募集選考面接</p> <p>新 2 回生 応募 2 名 採用 2 名</p> <p>新 3 回生 応募 0 名</p>
12 月 19 日	<p>第 16 回企業分析交流シンポジウム</p> <p>京都大学経済学部徳賀ゼミとのジョイント</p> <p>於・京都大学経済学部大会議室</p> <p>百万遍「写楽」にて懇親会</p>
1 月 7 日	<p>新ゼミ生 2 次募集選考面接</p> <p>新 2 回生 応募 2 名 採用 2 名</p>
3 月中旬	追い出しコンパ

## 藤井ゼミ TA を振り返って

TA：浅野雄介

本年度の TA は自分一人でした。藤井先生にそのことを伝えられたとき、自分自身の論文もある中、果たして TA を務め上げることができるのか、その不安と重圧で押し潰されそうでした。とにかく忙しかったことを覚えています。前期は毎週スライドを作って報告し(そうじゃないのもありましたが)、後期は研究上生じるだろう問題点について調べたりしていました。それでも、やはり能力的な限界や時間の制限もあり、間違っただけをお伝えしてしまった場合や全然出来なかったときがあり、そのことを次の日までずっと引き摺り何も手につかず、一人で塞ぎ込んでいたりしました。そんな状態でしたが、なんとか無事にゼミを一年間終えることができたのも、皆様の協力があればこそでした。この場をお借りして、厚く御礼申し上げます。色々と反省することも多かった一年でした。そんな中でも救いがあるのは、こうして無事に共同研究が出来上がったことです。それもこれも、不甲斐ない TA に頼れない分、皆様が奮闘してくれたおかげです。おめでとうございます。

共同研究の内容についてですが、やはりサンプリングが大変だったように思います。実証研究の大変さは、まずそこにあります。何を明らかにしたいかによって、サンプリングも変わってきます。その点を自分もうるさく指摘しましたが、それはいい加減なデータからでは何もわからないからです。言葉は悪いですが、ゴミを入れてもダイヤモンドは出てきません。そして、更に皆様に追い討ちをかけたのは、おそらく、途方もない時間をかけて整理したデータから言えることが、あまりにも小さすぎることではないでしょうか。がっかりされたかもしれませんが、大きいけど曖昧なことを言うよりも、小さいけど確かなことの方が、学術的にはるかに価値があります。しかし、それはおそらく実務の世界でも同様だと思います。苦労してようやく明らかにできた小さな事実を一つ一つ着実に積み重ねることによって初めて、世の中の人々の知見は広まるのだと自分は信じております。

そして、今後の課題といえますか、2 点ほど指摘させていただきます。これは皆様のミスではなく、TA の指摘し忘れです。まず 1 点目ですが、皆様の検証したいこととは若干ずれるかもしれませんが、M&A の Merger(合併)と Acquisition(買収)は分けてコントロールした方が良かったかもしれません。合併には持分プーリング法とパーチェス法があり、買収と整合的な会計処理はパーチェス法です。のれん償却のあるなしによって、利益額に影響が出ます。M と A を一緒にグルーピングしてしまうと、合併と買収サンプルの比率のいかんによって計算結果が左右される恐れがあります。そして、2 点目は、グループ内外 M&A において、のれん償却の大小によって利益額に影響が出てくる可能性があります。グループ内の場合だと、わざわざ買収価格を上乗せする必要がなく、グループ外と比べると、のれん償却が少ない分利益が大きくなるかもしれません。あるいはその逆かもしれません。

最後になりますが、皆様方の今後益々のご活躍を祈念しております。

以上

## 一年を振り返って

1 年を振り返って…

とはいってもこの1年間のゼミへの貢献は皆無といってもいいくらいでした。ごめんなさい。

ただ、3年間このゼミに所属し、本当に得るものが大きかったと思います。もちろん、実証研究を扱い、仮説の立て方、統計的手法などの技術的なものも得ることができたことも大きなものです。しかし、何よりも「研究」という楽しさを教えてもらったということが本当に大きなことでした。

来年、私は大学院へと進学します。三十路を迎えた私にとって人生の大きな決断でしたが、この決断のきっかけを与えてもらい、また後押しをしてもらった藤井教授、藤井ゼミに本当に感謝しています。

3年間、本当にありがとうございました。また、来年以降もTAとしてよろしく願いいたします。

(渡邊 誠士)

まずは、2,3回生の皆さん、研究お疲れ様でした。

今年度は、僕自身はなかなかゼミに顔を出すことができませんでしたが、他の同回生から伝え聞くゼミの様子はとても素晴らしいものでした。僕自身の今年一年はいつの間にか終わってしまいましたが、いつ社会人になる日が来るのかと思いつつ、会計士試験の勉強を続けています。心が折れそうな時が最近多いですが、ゼミでの研究の時ほどの苦しさではないと自分を叱咤しながら、頑張り続けていきたいと思っています。

最後になりましたが、藤井先生、TAの方々、ゼミ生の皆さん、3年間本当にありがとうございました。

(小玉智宏)

今年一年は思い通りにいかなかったことがたくさんあり、厳しい一年となりました。厳しい一年とは言いつつ、個人的には新たな趣味や楽しみができたし、社会全体としては経済が徐々に上向きになったりスポーツで盛り上がったりと悪くはない一年でした。

大学時代を振り返ってみると、語学の授業についていくのに必死になったり、メールをチェックするのが怖かった日々があったりなど、今思えば微笑ましいことがたくさんありました。そのような経験が今後の人生の財産になってくれればと思います。

最後に、藤井ゼミの皆さん、そしてこれを読んでいる皆さんに感謝して筆をおきたいと思っています。

(小寺純平)

2 回生 3 回生の皆さん、共同研究お疲れ様でした。

私個人としては今年度の研究に深く関わったわけではないのですが、後輩の皆が頑張っている姿を見て、非常に刺激を受けました。

この藤井ゼミでの 3 年間を振り返ると、難しいこと分からないことだらけで周りのみんなに助けてもらいながらも、多くのことを学ぶことが出来たように感じます。自分達でアイデアを出し、情報を集め、解釈し、またそれを修正する。ゼミで叩き込まれたことをこれからの人生においても生かしていけるように、日々精進していきたいと考えています。最後になりましたが、藤井先生、TA の方々、ゼミ生の皆さん、今まで本当にありがとうございました。

(松瀬知之)

まずは 2, 3 回生の皆さんお疲れ様でした。

今年度はちょくちょく顔を出しに言ったものの、いてもいなくてもあまり変わらなかったような気が…。後輩のみんなが最後のラストスパートで見せてくれた集中力は見事でした。見習っていきたいと思います。

僕自身の大学四年を振り返ると、ゼミでの三回生時が最も輝けた時期だったと思います。藤井先生がよくおっしゃっていた、「高い授業料を払ったんだから何か役に立つものを得なさい」ということは、自分なりに実行できたのではないかと思っていますが、これは藤井ゼミでの活動があったからこそだと思います。ここで得たものを活かして、これからは社会人としてがんばって生きて行こうと思います。

最後になりましたが、藤井先生、TA、RA の方々、先輩方に同回のみんな、そして後輩の皆さん本当にありがとうございました。

(美浦大輝)

3 回生、2 回生のみなさん今年度の研究おつかれさまでした。

自分で挑戦するのも面白かったですが、毎週進捗状況を聞くのも一味違ったよい体験でした。

さて、当事者ではない人として見ていると去年の至らなかった部分がいくつか意識されました。そのひとつは、人はしばしば何を目的にしているかを忘れそうになる、ということです。基本中の基本ですがよくある罠だったりします。気をつけたいと思いました。私は来年も大学にいますのであまり卒業という気はしませんが、ゼミで知り合った方々とは今後もつながりを持ちたいと思っています。いままでありがとうございました。今後もよろしくお願いします。

(横山夏子)

先生、皆さんこの一年お疲れ様でした。留学の 2 年目もあっという間に終わることになり、ようやく財務比率分析の面白さが少し感じられるようになったというような気がします。

理論はまだ弱いですが、これからは引き続き会計を勉強するとともに、経営やマーケティングなどの知識も少しずつ学んで、徐々に体系的、多面的に企業を見られるようにがんばっていきたいです。またよろしく願いいたします。

(強曉斌)

この研究の 1 年間を通して「とことん考え抜く」ことの大切さを学ばせていただきました。特に仮説と反対の結果が出たときには大変深い思考を求められました。ただ、もう少し早く研究に身を入れていれば、より進んだ研究ができたのではないかと考えると非常に悔しい思いがします。この経験を糧にこれからの人生でも探求心を忘れずに、とことん物事に取り組んでいきたいです。最後まで研究を支えてくださった藤井先生、TA の浅野さん、4 回生の先輩方と 2 回生のみなさん、そして 3 回生のみんな、本当にありがとうございました。

(角田創実)

藤井秀樹教授、TA の浅野様、この一年間ご教授いただき誠にありがとうございました。学部生ではなかなか経験できないであろう共同研究という場を設けていただいた上に、心強く意識の高い上回生・下回生の皆様、同回生の皆と机を並べることが出来たことをとても誇りに思います。通常の大学生活に於いて、サークルや部活を通して人間関係に苦心することは多々あるかと存じますが、勉学において「皆で悩み、皆で支え合う」といった経験をする学生と云うのは近年稀少になりつつあるように思います。その意味で、このゼミは経済学部生にとって最高レベルの環境であると思います。

さて、今回の共同研究に関しては、今後の研究を行う上で参考になるよう、反省点を 2 つだけ上げておきたいかと存じます。

①M&A の実施形態によるサンプルの詳細な分類を行わなかったこと。今回はデータの制約上仕方ないものでしたが、これによって M&A を実施する上での多種多様な目的が混合し、統計結果に歪みをもたらしていた可能性があります。これに対する反省としては、迅速に研究の詳細な方向性を明らかにし、早期から業界を広げたデータ収集を行うべきでした。

②事業戦略に密接に結びついた M&A の扱いを疎かにしてしまったこと。これは定量分析を用いた実証研究には往々にして存在する落とし穴である気がします。財務データなどの定量的な情報を用いた分析にこだわるあまり、事業戦略といった定性的で数値には反映されづらいものを無視したまま分析してしまったことは反省として挙げられるかと思います。これに関しては、特にイベントスタディで結果の出なかった製造業などでケーススタディを行うことで補完することも出来たのではないかと考えています。

とは言いながら、私自身、この研究は全体的に纏まった完成度の高いものであると勝手に自負しておりますし、今もこの論文を見返してはニヤニヤしております。それは、論文の一文字一文字を目にするたびに、仲間達との Excel との格闘、心配そうに見守ってくれた二回生の皆さん、叱咤激励して下さった四回生の皆さん、先生と浅野さんのあたたかなお言葉、そして冷徹な EViews の error 画面を思い出すからなのかもしれません。

そしてもしかしたら、研究とは、論文とはそういうものなのかも知れません。

(新谷壮司)

前期は授業についていくのも精一杯で、自分がプレゼンをする時などは、教科書の理解にも苦しんだし、プレゼン自体も下を向いてしまったり、詰まってしまったりしましたが、これらのことも教訓に社会で頑張れたらと思います。

また後期の研究発表では資格試験の勉強が忙しくなり、ほとんど貢献できなかったし迷惑もかけてしまいましたが、シンポジウム当日に発表を聞いているとかなり高度で、精緻な研究だと思いました。すばらしかったと改めて思いました。

(別所正則)

思えば 2 回生時の 12 月、ポカンとしていたらいつの間にか徳賀ゼミとのシンポジウムが終わってしまい、こんなことを来年自分たちも出来るのだろうかと不安ばかりでした。それでも、何とか藤井ゼミの体裁を保つくらいにはできました・・・よね？

自分で言うのも何ですが、初期のグダグダ具合(悪いのは自分自身なのですが)からよくここまで持ってこれたと思います・・・。研究終盤はド○ゴンボールに登場する「精神と時の部屋」が欲しいと幾度思ったことか。シンポジウム前の残り 1 週間くらいのピッチで進めればもっと良い研究になったのかも知れませんが、後悔先に立たず、現 2 回生には私達を反面教師として入念に準備を行って頂きたいと思います。

こんなダメダメなゼミ生でしたが、藤井ゼミでのここまでの 2 年間で大変貴重な経験をさせて頂きました。実践的なプレゼンテーションスキル・会計学のみならず統計学の知識・統計ソフトや表計算ソフトの技術などを習得できたこと、シンポジウムで学部のレベルを超えた熱い議論を交わせたことなど、ハードではありましたが、非常に大きな収穫でした。・・・シンポジウム後は暫く無気力でしたが(笑)

最後になりましたが、如何なる時も優しく親身な助言をくださった藤井先生、浅野さん、4 回生の方々に心よりお礼申し上げます。そして同回生、2 回生の皆もありがとう。あんなに毎回酷い報告をしていたにも拘らず、決して私達を見捨てることなくご指導くださった先生方の優しさに涙が出そうです(´;ω;`)

来年は更に人数が少なくなってしまうので現 2 回生の皆さんには不安があるでしょうが、私達も出来るだけのサポートはしますので、一緒に頑張りましょう!(\*´ω`\*)ふんす!

(松本守正)

現在の時刻は午前3時19分。編集委員の最後の仕事として、今この文章を書いています。改めて完成した論文を見ると、自分達の頑張りが、多くの人達に助けられて、このように形となっている事に大きな達成感を感じています。

この半年で得た数多くの知識と経験、ひたむきに研究に打ち込んだ時間は私の一生の財産だと思っています。このような貴重な経験をさせて頂き、やはりこのゼミに入って良かったと改めて実感しています。

ですがそれ以上に、研究に対して真剣に取り組んでいなかった10月の頃の自分に後悔の念を感じています。最初から全力で取り組めば、もっと素晴らしい論文になっていた事を思うと悔やんでも悔やみきれません。

同回生の皆には多くの迷惑と苦勞をかけました。すいませんでした。

藤井先生は私達の研究の進み具合に不安を感じていたと思います。すいませんでした。

浅野さんには何度も助けて頂きました。すいませんでした。

先輩方にはシンポジウム直前にも関わらず、手伝って頂きました。すいませんでした。

このような経験をさせて頂き、皆様本当にありがとうございました。

(安居真吾)

この一年はとにかく厳しい一年でした。

幹事なので論文作成を引っ張らないといけないのはもちろん、シンポジウムの主催として司会もしなければならず、さらには公認会計士試験・就活…。後にも先にもここまで時間に追われて胃が痛んだ日は無いでしょう。何度心が折れかけたことか。

いくらゼミの開始が遅れても待ってくださった藤井先生、当初の絶望的な進み具合から引っ張ってくださった浅野さん、頼りない3回生をどこまでも押してくれた4回生、そして僕が出したあやふやな研究の方向をしっかりと形にしてくれた同回生たち、皆様には頭が上がりません。どうもありがとうございました。

ここまで頼りない幹事をどれだけ反面教師にして成長するか、2回生には期待しています。

(油井智紀)

一年を振り返ってといっても正直なところ先輩方が頑張ってるのを見てるだけの様なものだったので、もちろん知識の面ではとても勉強になりましたが、さあこれからが本番だという感じです。

藤井ゼミ伝統の高度な研究を新三回生力を合わせて今年もなんとか質を落とさないようにやっていけたらと思います。そして次回のシンポジウムでは積極的に議論に参加できるように知識と度胸を付けたいです。

(小玉高大)

僕たちの学年は2人ということで不安を抱えながらのスタートでしたが、あっという間の1年でした。

特に後期は、先輩方の忙しく動き回る姿をみて、小玉と「来年は大丈夫か?」と言い合っているうちに日々が過ぎていきました。だからこそ来年度はもっと中身の濃い1年にしたいという気持ちが今溢れてきています。

ただ、正直なところ不安だらけですが、先輩方のに見劣りしない共同研究ができるよう精進していきます。

(宮本亮)



## 編集後記

2010 年度の研究も無事に終えることができ、こうして藤月会論集第 20 号を刊行することになりました。

2010 年を越しても、政治、経済共に先行き不透明なままの日本。2008 年の金融危機に端を発した世界同時不況の影響は未だ大きく、昨年の政権交代の熱は冷めきり、多くの人々が未来に希望を持ってないでいます。

私達もまた、結果が出ず先の見えない研究を手探りで進んで参りました。その過程には、多くの困難や挫折がありましたが、その度に皆で励ましあい、知恵を絞り、教授や TA、先輩の方々の力をお借りして乗り越えてきました。

私達の研究は、記念すべき藤月会論集第 20 号の内容としては至らない点が数多くあります。ですが、研究に精を出した日々、そこで得た多くの知識と経験は、私達にとってかけがえのない財産だと自信を持って言う事が出来ます。

最後になりましたが、懇切丁寧にご指導いただいた藤井先生、浅野さんに心から感謝申し上げます。伝統ある藤井ゼミのさらなる躍進を祈りつつ、編集後記に代えさせていただきます。

2011 年 2 月

2010 年度 藤月会論集編集委員

新谷壮司 安居真吾 宮本亮 美浦大輝 安井裕紀

藤月会論集 第 20 号  
京都大学経済学部藤井ゼミナール  
論文編集委員  
〒606-8501  
京都市左京区吉田本町  
京都大学経済学部 藤井研究室 気付

印刷 大学生協京都事業連合ブックプリントセンター